



I. Coyuntura cambiaria: AGITACION Y MEDIDAS DE AJUSTE

Durante las últimas tres semanas la tendencia de devaluación del peso se acentuó significativamente; en este periodo la TRM registró incrementos superiores a los \$143 (situación no observada desde la presión cambiaria del segundo semestre de 1999); así mismo, la cotización del dólar alcanzó registros históricos sin precedentes (\$2175 por dólar).

En opinión de la Asobancaria, este comportamiento obedece a la confluencia de varios factores entre los que cabe destacar los siguientes:

- La convocatoria al referendo, junto con la tensión política que generó y la incertidumbre sobre el trámite de las reformas estructurales.
- La sentencia de inexequibilidad del plan de desarrollo.
- El anuncio de la "ley 002" de las Farc.
- Los recientes tropiezos que han surgido en el proceso de paz con las Farc y las dificultades para iniciar el proceso de la zona de convivencia con el Eln.
- Finalmente, el cambio de la perspectiva de la deuda colombiana por parte de la calificadora Duff & Phelps y la posterior reducción de la calificación por Standard & Poor's.

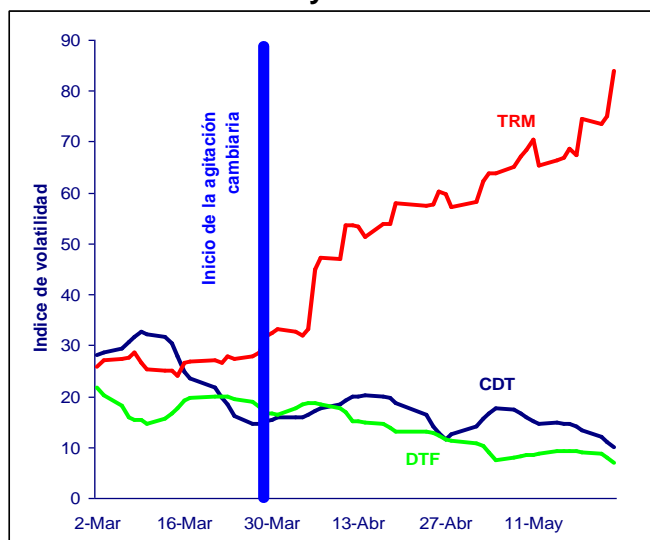
En el país estaban resurgiendo el optimismo y la confianza, especialmente con las buenas noticias sobre el crecimiento económico del primer trimestre. Sin embargo, los elementos mencionados están generando inquietudes por su probable impacto negativo en el crecimiento económico; puesto que las principales manifestaciones se están reflejando sobre el mercado cambiario, se teme que puedan transmitirse a las tasas de interés y frenar el proceso de reactivación; de ahí los clamores por una pronta intervención del Banco de la República en el mercado cambiario.

En nuestra opinión, por ahora no hay fundamentos para esos temores; para mostrar esto, presentamos brevemente algunos de los escenarios en los cuales se ha podido mover el Banco de la República y cuáles hubieran sido sus efectos.

Posición pasiva

Consiste en no adoptar ninguna medida específica. El actual esquema de manejo cambiario permite un buen grado de autonomía de la política monetaria respecto al mercado cambiario; de esta forma, las presiones recientes sobre la tasa de cambio no tienen por qué transmitirse a las tasas de interés internas.

Gráfico 1
Indice de volatilidad de la tasa de cambio, CDT de tesorería a 90 días y DTF /1



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

$$/1 \text{ Índice de volatilidad} = \frac{\text{Desv. est. de var. \% diaria del último mes}}{\text{Desv. est. de var. \% diaria del último año}}$$

El gráfico 1 es ilustrativo al mostrar que, mientras la volatilidad en la tasa de cambio se disparó desde principios de abril (inicio del periodo de agitación cambiaria), las tasas a plazo

(CDT a 90 días y DTF) no sólo se han mantenido estables, sino que han reducido su volatilidad como resultado del esquema de flotación, la liquidez del mercado monetario y, la política de tasas de interés del Banco de la República.

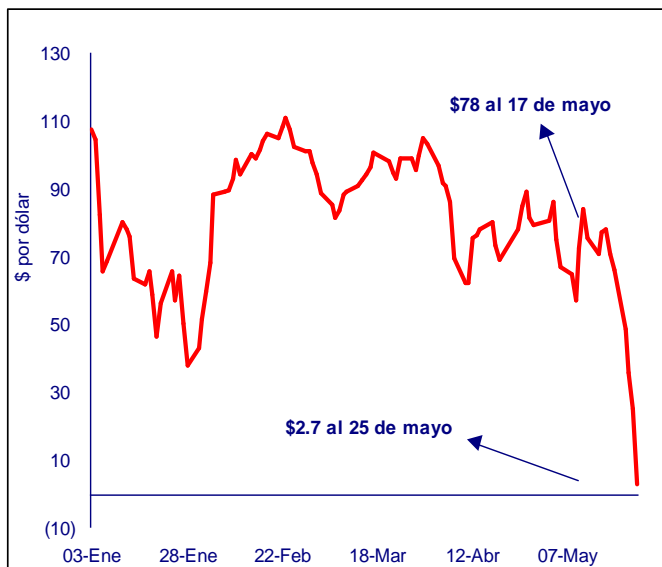
Con la flotación, el emisor no ha tenido que salir al mercado a defender un nivel determinado de tasa de cambio.

Posiciones activas

- *Subastas de opciones (call o put) para controlar la volatilidad de la tasa cambio:*

Sólo se realizarán cuando la TRM se desvíe como mínimo un 5% de su promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. Este sistema aún no se ha tenido que utilizar; pese al notorio aumento de la volatilidad (gráfico 1), no se ha alcanzado la desviación establecida en las normas; lo más cerca de ese límite se registró el pasado jueves, cuando la TRM estuvo a 0.1% del nivel requerido para convocar una subasta de opciones call (Gráfico 2)

Gráfico 2
Diferencia entre la TRM y su promedio móvil de orden 20 + 5%



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

Con estas opciones, el Banco de la República se compromete a vender divisas a la TRM vigente para el día en que el tenedor de la opción decida ejercerla.

Estas opciones tienen un límite máximo de US\$ 120 millones en cada subasta, por lo cual su impacto sobre la liquidez del mercado monetario es limitada y previsible. Tienen el inconveniente de que el Banco de la República no puede convocar a nuevas subastas mientras esté vigente alguna opción aprobada.

- *Venta de dólares en el mercado interbancario*

El hecho de que el Banco adopte como arreglo de manejo cambiario la flotación, no implica que se inhiba de intervenir en el mercado como otro agente que compra o vende divisas en el momento en que lo considere oportuno.

En el caso particular de presiones devaluacionistas, esta medida busca mitigar las fluctuaciones excesivas de la tasa de cambio y evitar que la devaluación ponga en peligro el objetivo último de control de la inflación; sin embargo, al vender reservas internacionales, se drena liquidez al mercado monetario y se generan presiones alcistas sobre las tasas de interés.

- *Aumento en las tasas de interés de intervención en el mercado interbancario*

Al aumentar las tasas de interés (fundamentalmente de las operaciones de expansión monetaria) el emisor pretende reducir la liquidez del mercado interbancario y evitar con ello presiones adicionales de demanda sobre la divisa. Esta medida es quizá la más costosa de todas; los episodios de altas tasas de interés y pobres resultados para la economía, evidenciados durante 1998 y 1999, dan cuenta de lo anterior.

Estamos seguros de que el emisor, consciente de los estragos que causó la política de altas tasas de interés en 1998, no utilizará este mecanismo.

¿Superar la coyuntura o perecer?

La reciente presión cambiaria pone de manifiesto que la autoridad monetaria obró

correctamente. Ese es un mensaje de tranquilidad para los agentes económicos.

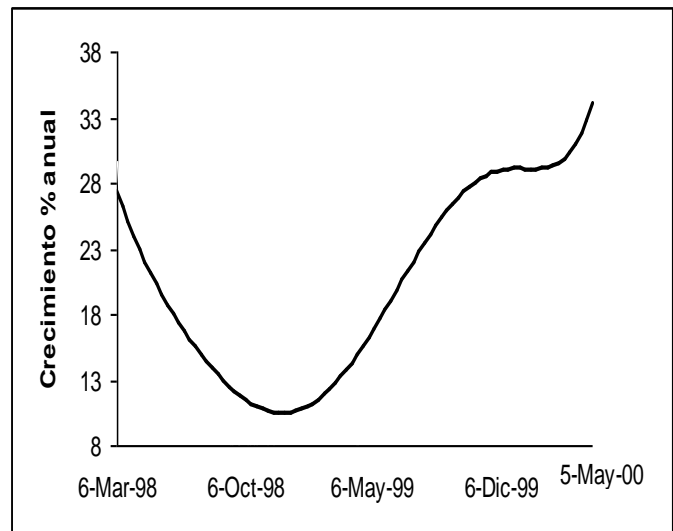
La opinión pública debe entender que frente a repuntes en la cotización del dólar, el Banco de la República evalúa detenidamente la naturaleza del aumento y su incidencia sobre el conjunto de variables económicas –en especial, sobre la inflación–, antes que apresurarse a tomar medidas administrativas o de política monetaria como las descritas.

La caída en la cotización de la divisa norteamericana los días jueves y viernes constituye una demostración nítida de que el mercado actúa gobernado por una suerte de ley del péndulo: se mueve excesivamente en una dirección y en los días siguientes efectúa los ajustes compensatorios. No puede afirmarse, por consiguiente, que esa reducción signifique que la calma ha retornado al mercado y los inversionistas recuperado la confianza en la evolución futura de la economía colombiana. Bien por el contrario, los factores de perturbación señalados al comienzo de esta nota requieren pronta solución. Sólo así será posible garantizar estabilidad y crecimiento a mediano plazo.

II. Demanda de dinero: EL EFECTIVO SE DISPARA

Las cifras más recientes del Banco de la República muestran que el efectivo en poder del público no bancario llegó a los \$5.1 billones, registrando una tasa de crecimiento anual del 31%, es decir, \$1.2 billones más que lo observado en mayo de 1999 (Gráfico 1).

Gráfico 1
Crecimiento anual del efectivo, tendencia



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

¿Por qué?

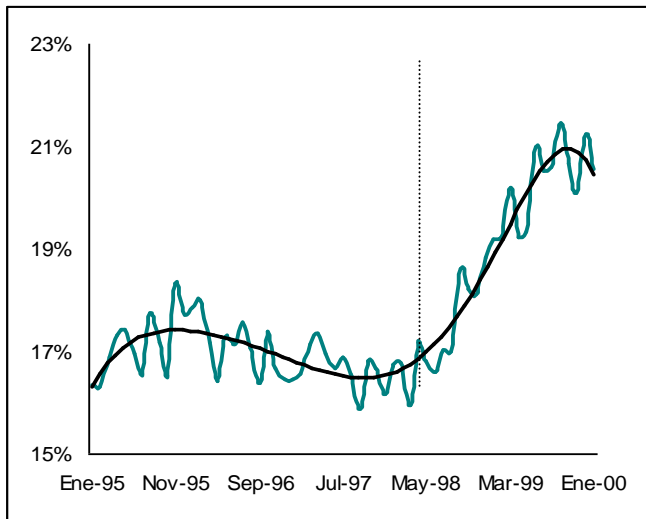
La hipótesis que mayor fuerza tiene para explicar el disparo de la preferencia por efectivo está asociada con la implantación del impuesto a las transacciones financieras (2X1000), combinado con una reducción de las tasas de interés.

En efecto, desde que se implantó el impuesto, la preferencia por efectivo, medida como la razón efectivo/depósitos a la vista, ha tendido a crecer significativamente (Gráfico 2). Cálculos de Asobancaria sugieren que el impuesto a las transacciones implicó un aumento del 5% en dicha preferencia.

En un documento reciente, investigadores del Banco de la República llegaron a una conclusión similar: “Luego de creado el impuesto,

se genera una aceleración más o menos drástica de la tasa de crecimiento anual de este agregado monetario (El efectivo). ...en conclusión, las estimaciones nos indican que si bien el impacto del gravamen sobre el crecimiento anual del efectivo tiene una duración relativamente corta, es suficiente para afectar de manera permanente el nivel de esta variable¹

Gráfico 2
Efectivo/Cuentas a la vista (Series desestacionalizadas)



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Esta preferencia se ve reforzada porque con la reducción de la tasa de remuneratoria de las captaciones, el impuesto a las transacciones financieras se ha vuelto más oneroso.

Por ejemplo, para un cliente que efectúa 24 retiros al año de una cuenta de ahorros, el costo del 2X1000 equivaldría a una tasa efectiva anual del orden del 5%; si el cliente consigna \$1 millón cada quince días y los deja en su cuenta de ahorros durante 15 días, el rendimiento financiero por ese período sería del orden de \$2.700 (equivalente a una tasa del 7% E.A.), mientras que el costo del 2X1000 sería de \$2.000; en este

caso particular, el rendimiento nominal efectivo se reduciría al 2% E.A.

Implicaciones

La implicación directa sobre el sector financiero es la menor disponibilidad de depósitos para financiar nuevas expansiones de activos de cartera o de inversiones. Para ilustrar esta situación basta con mencionar que de los \$1.5 billones que ha crecido la base monetaria en el último año, apenas \$300 mm se han ido para las reservas del sistema financiero.

Sin embargo, como la dinámica del crédito no ha sido importante en el último año y medio, esto no se ha reflejado en una presión sobre las tasas de interés de captación con instrumentos a plazo.

En ese orden de ideas, la alta preferencia por efectivo en un escenario de reactivación de la actividad crediticia y de altas necesidades de financiamiento por parte del gobierno, podría implicar una mayor presión extra sobre las tasas de interés.

¹ Ignacio Lozano y Jorge Ramos (2000). "Análisis sobre la incidencia del impuesto del 2X1000 a las transacciones financieras". Borradores Semanales de Economía No. 143. Banco de la República.